

# **Hedge Funds im Schweizer Recht**

Regulierung qua Transparenz?

Dissertation

der Rechtswissenschaftlichen Fakultät

der Universität Zürich

zur Erlangung der Würde eines Doktors der Rechtswissenschaft

vorgelegt von

**David Wicki**

von Kriens LU

genehmigt auf Antrag von

Prof. Dr. Peter Nobel

# Inhaltsverzeichnis

<b>Einleitung .....</b>	<b>1</b>
<b>Erster Teil.        Grundlagen .....</b>	<b>3</b>
<b>§ 1. Was ist ein „Hedge Fund“? .....</b>	<b>4</b>
<b>I.     Definition des Begriffes „Hedge Fund“ .....</b>	<b>5</b>
A.    Etymologie des Begriffes „Hedge Fund“ .....	5
B.    Definitionen .....	7
C.    Typische Merkmale von Hedge Funds .....	9
1.   Offshore Jurisdiktion .....	9
2.   Fund of Hedge Funds / Dachfonds .....	12
3.   Leverage .....	13
4.   Einsatz von nicht-traditionellen Finanzinstrumenten .....	14
5.   Persönliche Beteiligung des Investment Managers am Fund ..	16
6.   Performance Fee .....	18
7.   Hurdle Rate .....	19
8.   High Water Mark .....	19
9.   Side Pockets .....	21
10.   Redemption Gates .....	23
11.   Private Placement Memorandum (PPM) .....	24
12.   Suspension .....	25
13.   Key-Man-Clause .....	27
14.   Side Letter .....	28
15.   Most-Favorite-Nation Klausel .....	28
<b>II.    Zur Geschichte der Hedge Funds .....</b>	<b>29</b>
A.    Der erste Hedge Fund .....	29
B.    Die Entwicklung der Hedge Funds Industrie .....	32
C.    Hedge Funds Skandale .....	32
1.   LTCM .....	33
2.   Madoff .....	34
D.    Ausblick für die Hedge Funds in der Schweiz .....	36
<b>III.   Abgrenzung der Anlagekategorie Hedge Funds .....</b>	<b>38</b>
A.    Private Equity .....	38
1.   Gemeinsamkeiten .....	39
2.   Unterschiede .....	40
B.    Traditionelle Fonds (Effekten- und Immobilienfonds) .....	41
1.   Gemeinsamkeiten .....	41
2.   Unterschiede .....	42
<b>IV.   Kategorisierung der Hedge Funds nach Investitionsstrategie .....</b>	<b>44</b>
A.    Convertible Arbitrage (Wandelanleihen Arbitrage) .....	46
1.   Beschreibung .....	46
2.   Chancen .....	46

3. Risiken .....	47
B. Dedicated Short Bias (Leerverkauf – Strategie) .....	47
1. Beschreibung .....	47
2. Chancen .....	47
3. Risiken .....	48
C. Emerging Markets / Schwellen-Länder Märkte.....	48
1. Beschreibung .....	48
2. Chancen .....	49
3. Risiken .....	49
D. Event Driven / Ereignis - Strategie .....	50
1. Beschreibung .....	50
2. Chancen .....	50
3. Risiken .....	50
E. Fixed Income Arbitrage .....	52
1. Beschreibung .....	52
2. Chancen .....	52
3. Risiken .....	52
F. Global Macro .....	54
1. Beschreibung .....	54
2. Chancen .....	54
3. Risiken .....	54
G. Long-Short Equity / Aktienfonds mit Leerverkauf.....	55
1. Beschreibung .....	55
2. Chancen .....	55
3. Risiken .....	55
H. Managed Futures / Terminkontrakte.....	56
1. Beschreibung .....	56
2. Chancen .....	56
3. Risiken .....	57
I. Equity Market Neutral .....	58
1. Beschreibung .....	58
2. Chancen .....	58
3. Risiken .....	59
J. Multi-Strategy .....	60
1. Beschreibung .....	60
2. Chancen .....	60
3. Risiken .....	60
<b>V. Juristische Strukturen von Hedge Funds .....</b>	<b>61</b>
A. Single Manager Hedge Funds.....	64
B. Multi Manager Hedge Funds .....	66
C. Hedge Funds als Managed Accounts.....	67
D. Hedge Funds als Zertifikate.....	69
E. Master - Feeder Struktur .....	71
F. Parallel Funds Struktur .....	72
G. Limited Partnership Struktur .....	74

## § 2. Regulierung .....

<b>I. Zum Begriff der Regulierung im Finanzmarktrecht.....</b>	<b>75</b>
A. Definition.....	75
B. Präventive Regulierung.....	76

C.	Kurative Regulierung.....	77
D.	Prinzipienbasierte Regulierung.....	78
E.	Regelbasierte Regulierung.....	78
F.	Wettbewerbs-Regulierung.....	79
G.	Marktintegritäts-Regulierung.....	80
H.	Prudentielle Regulierung.....	81
I.	Finanzmarktsstabilität - Regulierung.....	81
J.	Direkte Regulierung.....	82
K.	Indirekte Regulierung.....	83
L.	Fazit.....	84
<b>II.</b>	<b>Funktion von Regulierung.....</b>	<b>84</b>
A.	Anlegerschutz.....	86
B.	Funktionsschutz.....	87
C.	Schutz der dienstleistenden Marktteilnehmer?.....	88
<b>III.</b>	<b>Deregulierung.....</b>	<b>90</b>
A.	Definition.....	90
B.	Konsequenzen.....	90
<b>IV.</b>	<b>Überregulierung.....</b>	<b>91</b>
A.	Definition.....	91
B.	Konsequenzen.....	91
<b>V.</b>	<b>„Regulation - Shopping“.....</b>	<b>92</b>
<b>§ 3.</b>	<b>Transparenz.....</b>	<b>95</b>
<b>I.</b>	<b>Zum Begriff der Transparenz im Finanzmarktrecht.....</b>	<b>95</b>
A.	Definition und Problematik.....	95
B.	Forderungen an den Markt.....	96
C.	Transparenz für den Investor bei den Produkten.....	97
1.	Risiko - Transparenz.....	97
2.	Transparenz in der Gebührenstruktur.....	99
3.	Transparenz bezüglich der Zusammensetzung des Produktes.....	99
D.	Transparenz bei den Dienstleistungen.....	100
1.	Transparenz bezüglich der Gebühren.....	100
2.	Transparenz bezüglich der Einhaltung der Sorgfaltspflicht.....	101
E.	Dimensionen der Transparenz bei Hedge Funds.....	103
1.	Transparenz des Unternehmens.....	104
2.	Transparenz des Investmentprozesses.....	104
3.	Portfoliotransparenz.....	105
<b>Zweiter Teil.</b>	<b>Regulierung von Hedge Funds</b>	
	<b>in der Schweiz.....</b>	<b>106</b>
<b>§ 1.</b>	<b>Die Ausgestaltung des Regulierungskonzepts für Hedge Funds</b>	
	<b>im Schweizer Recht.....</b>	<b>107</b>

§ 2. Die Regulatoren im Schweizer Finanzmarktrecht .....	108
<b>I. Finanzmarktaufsichtsbehörde FINMA.....</b>	<b>108</b>
A. Gesetzliche Grundlagen.....	108
B. Regulierungsgrundsätze der FINMA.....	109
1. Verordnung.....	109
2. Rundschreiben .....	109
3. Enforcement .....	110
4. Anerkannte Selbstregulierung .....	111
<b>II. Die Schweizerische Nationalbank SNB .....</b>	<b>112</b>
A. Gesetzliche Grundlagen.....	112
B. Zusammenarbeit mit der FINMA .....	112
§ 3. Selbstregulierung von Hedge Funds .....	116
<b>I. Freie, autonome Selbstregulierung.....</b>	<b>116</b>
<b>II. Obligatorische Selbstregulierung .....</b>	<b>117</b>
§ 4. Regulierung des Anlagevehikels Hedge Fund.....	119
<b>I. Numerus clausus für Rechtsformen von Hedge Funds         nach KAG .....</b>	<b>120</b>
<b>II. Hedge Funds als vertraglicher Anlagefonds.....</b>	<b>121</b>
A. Allgemein.....	121
B. Fondsleitung / Hedge Fund Manager.....	122
<b>III. Hedge Funds als Investmentgesellschaft mit variablem         Kapital.....</b>	<b>123</b>
A. Allgemein.....	123
B. Quantitative gesetzliche Anlagerestriktionen .....	124
C. Qualitative gesetzliche Anlagerestriktionen .....	125
D. FINMA Ausnahmeklausel .....	125
<b>IV. Hedge Fund als Kommanditgesellschaft für kollektive         Kapitalanlagen.....</b>	<b>127</b>
A. Allgemein.....	127
B. Gesetzliche Anlagerestriktionen .....	128
<b>V. Hedge Fund als Investmentgesellschaft mit         festem Kapital.....</b>	<b>128</b>
A. Allgemein.....	128
B. Gesetzliche Anlagerestriktionen .....	129
<b>VI. Gemeinsame Bestimmungen .....</b>	<b>129</b>
A. Depotbank.....	130
B. Bewertung.....	131
C. Revision .....	131

§ 5. Regulierung des Investment Managers von Hedge Funds .....	133
I.    Bewilligungspflicht.....	133
II.   Ausnahme von der Bewilligungspflicht.....	134
§ 6. Regulierung der Anlageinstrumente von Hedge Funds .....	136
I.    Aktien .....	136
II.   Leerverkauf von Aktien.....	137
III.  Obligationen.....	140
IV.   Kauf von Anteilen von anderen kollektiven Kapitalanlagen.....	141
V.    Strukturierte Produkte.....	142
VI.   Rohstoffe / Commodities.....	142
VII.  Währung .....	143
§ 7. Regulierung des Vertriebes von Hedge Funds .....	144
I.    Allgemein .....	144
II.   Möglicher Anlegerkreis von Hedge Funds nach KAG .....	145
A.    Qualifizierter Anleger .....	145
B.    Retail Kunden .....	146
III.  Vertrieb von Schweizer Hedge Funds nach KAG.....	147
A.    Allgemein.....	147
B.    Öffentliche Werbung .....	147
IV.   Vertrieb von ausländischen Hedge Funds in der Schweiz.....	148
A.    Allgemein.....	148
B.    Öffentliche Werbung .....	149
§ 8. Regulierung der Gegenparteien von Hedge Funds .....	151
I.    Banken als wichtigste Gegenpartei von Hedge Funds.....	151
II.   Regulierung von Banken als Liquiditätsprovider für Hedge Funds .....	152
A.    „Lessons learned“ aus dem LCTM Kollaps .....	152
B.    Liquiditätsvorschriften für Banken als Hedge Funds Gegenparteien.....	152
C.    Beurteilung.....	155
III.  Regulierung von Banken als Depotbank für Hedge Funds .....	156
A.    Bewilligungspflicht.....	156
B.    Unabhängigkeitsregeln .....	156

C.	Effektenleihe und Leerverkauf .....	156
D.	Beurteilung.....	157
§ 9.	Regulierung der Marktplätze von Hedge Funds .....	159
I.	Börse.....	159
A.	Marktverhaltensregeln .....	159
1.	Verwendung von vertraulichen preissensitiven Informationen .....	159
2.	Echtes Angebots und Nachfrageverhalten.....	160
B.	Offenlegungspflicht .....	162
C.	Übernahmerecht.....	162
II.	OTC Transaktionen .....	163
III.	Dark Pools.....	164
§ 10.	Besteuerung von Hedge Funds .....	165
I.	Allgemein .....	165
II.	Besteuerung des vertraglichen Anlagefonds (FCP) .....	166
A.	Allgemein.....	166
B.	Einkommens- und Gewinnsteuer.....	167
1.	Besteuerung des Fonds .....	167
2.	Besteuerung der Anleger .....	167
C.	Vermögens- und Kapitalsteuer .....	168
1.	Besteuerung des Fonds .....	168
2.	Besteuerung der Anleger .....	168
D.	Verrechnungssteuer .....	168
1.	Gründung .....	169
2.	Laufzeit des Fonds.....	169
3.	Auflösung .....	170
E.	Stempelabgaben.....	170
III.	Besteuerung von SICAV's.....	172
A.	Allgemein.....	172
B.	Einkommens- und Gewinnsteuer.....	172
C.	Vermögens- und Kapitalsteuer .....	173
D.	Verrechnungssteuer .....	173
E.	Stempelabgaben .....	173
IV.	Besteuerung von KGG's.....	174
A.	Allgemein.....	174
B.	Einkommenssteuer.....	174
V.	Besteuerung von SICAF .....	176
A.	Gewinn- und Kapitalsteuern .....	176
B.	Besteuerung der Anleger .....	176
VI.	Würdigung.....	176

§ 11. Transparenzvorschriften für Hedge Funds .....	178
I.    Prospekt .....	178
II.   Vereinfachter Prospekt.....	183
III.  Warnklausel.....	187
 <b>Dritter Teil.        Regulierung von Hedge Funds im inter-</b>	
<b>                          nationalen Kontext .....</b>	<b>188</b>
 § 1. Rechtsvergleichende Überlegungen.....	189
§ 2. Regulierung von Hedge Funds im US - Recht .....	190
I.    Regulatoren im amerikanischen Finanzmarktrecht.....	191
A.    SEC - Securities and Exchange Commission .....	191
B.    FRS – Federal Reserve System.....	193
C.    CFTC - Commodity Futures Trading Commission .....	194
D.    FINRA – Financial Industry Regulatory Authority .....	196
II.   US Securities Act of 1933.....	196
A.    Registrierung von Hedge Funds .....	196
B.    Rule 506 Regulation D .....	198
III.  Securities Exchange Act of 1934 .....	199
IV.  Investment Advisers Act of 1940 .....	200
V.    Investment Company Act of 1940.....	202
VI.  ERISA.....	203
VII.  Blue Sky Laws .....	203
VIII. Proposed Hedge Funds Transparency Act .....	204
IX.  Würdigung.....	206
 § 3. Regulierung von Hedge Funds im EU-Recht .....	208
I.    UCITS.....	208
A.    OGAW Richtlinie .....	208
B.    UCITS III .....	208
1.    Allgemein .....	208
2.    Restriktionen.....	209
C.    UCITS IV.....	211
1.    EU-Pass Management Company .....	211
2.    Key Investor Document.....	212
3.    Verbesserte Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden .....	214
D.    Würdigung.....	214
II.   AIFM - Richtlinie.....	217



A.	Allgemein.....	217
B.	Anwendungsbereich.....	217
C.	EU-Passport .....	218
D.	Würdigung .....	219
§ 4.	Regulierung von Hedge Funds “Offshore” .....	220
I.	<b>Cayman Islands</b> .....	220
A.	Allgemein.....	220
B.	Lizenz.....	221
C.	Restriktionen .....	222
II.	<b>Guernsey</b> .....	222
A.	Allgemein.....	222
B.	Lizenz.....	223
C.	Restriktionen .....	224
III.	<b>Würdigung</b> .....	226
§ 5.	Internationale Regulierungsbestrebungen.....	228
I.	<b>Turner-Review</b> .....	228
A.	Allgemein.....	228
B.	Die Rolle der Hedge Funds in der Finanzkrise.....	229
C.	Vorschlag zur Regulierung von Hedge Funds.....	230
D.	Würdigung .....	230
II.	<b>De Larosiére Bericht</b> .....	231
A.	Allgemein.....	231
B.	Die Rolle der Hedge Funds in der Finanzkrise.....	232
C.	Vorschlag zur Regulierung von Hedge Funds.....	232
D.	Würdigung .....	234
III.	<b>IOSCO Hedge Funds Oversight Report</b> .....	236
A.	Allgemein.....	236
B.	Die Rolle der Hedge Funds in der Finanzkrise.....	236
C.	Vorschlag für eine Regulierung der Hedge Funds.....	237
D.	Würdigung .....	239
<b>Vierter Teil.</b>	<b>Fazit</b> .....	241
§ 1.	Regulierung qua Transparenz – Notwendigkeit .....	242
I.	<b>Systemrelevanz von Hedge Funds</b> .....	242
II.	<b>Anlegerschutz</b> .....	245
III.	<b>Beurteilung</b> .....	247

§ 2. Regulierung qua Transparenz - Eignung .....	248
I. Vergleich mit kotierten Aktiengesellschaften .....	248
II. Wirksamkeit .....	250
§ 3. Regulierung qua Transparenz – Ein Vorschlag .....	253
I. Vorbemerkung.....	253
II. Formell – Rechtsform der Transparenzvorschriften.....	253
III. Materiell - Grundsätze für das monatliche Reporting .....	255
<b>Schlussbemerkungen.....</b>	<b>258</b>